

La performance financière de l'investissement socialement responsable : Essai de lecture

The Financial Performance of Socially Responsible Investment : Reading essay

ENNAJAR Oussama

Doctorant

Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales

Laboratoire de Recherche en Gestion, Economie et Science sociales (LARGESS)

Université Chouaib Doukkali – El Jadida - Maroc

Oussama.ennajar@gmail.com

BOUSSEDRA Faouzi

Professeur de l'Enseignement Supérieur

Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales

Laboratoire de Recherche en Gestion, Economie et Science sociales (LARGESS)

Université Chouaib Doukkali – El Jadida - Maroc

faouziboussedra@gmail.com

Date de soumission : 18/05/2020

Date d'acceptation : 30/06/2020

Pour citer cet article :

ENNAJAR.O & BOUSSEDRA F. (2020) « La performance financière de l'investissement socialement responsable : Essai de lecture », Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit « Volume 4 : numéro 2 » pp : 577 - 603

Résumé :

L'investissement socialement responsable est l'application des principes du développement durables à la gestion financière, historiquement les placements éthiques ont vu le jour dans les années 1920 aux Etats-Unis à la suite du mouvement des Quakers qui empêche à l'époque d'investir dans des activités immorales telles que (Alcool ,Tabac ,nucléaire..). Les placements socialement responsables eux ont été développés dans les années 80 et adoptent des critères d'inclusion sur la base des critères extra-financier (ESG) dans leurs univers d'investissement . D'un point de vue scientifique l'ensemble des travaux qui se sont intéressés à l'ISR cherche à établir un lien de causalité entre l'ISR et sa performance financière.

Cet article vise à faire une synthèse de littérature concernant l'investissement socialement responsable entre quêtes d'éthique et de performance financière. Ceci nous amène à positionner le débat non encore tranché entre investissement éthique et rentabilité financière à travers la proposition d'une matrice de lecture basé sur un corpus d'études de la performance financière de l'investissement socialement responsable, l'objectif est donc d'avoir une première réponse au sujet en sa globalité face à l'investissement conventionnel.

Mots clés :

Investissement socialement responsable (ISR) ; filtrage ; performance ; ESG (environnement, social et gouvernance) ; éthique.

Abstract :

Socially responsible investment is the application of the sustainable development principles, to financial management, historically ethical investments appeared in the 1920s in the United States following the Quakers movement which prevented to invest in immoral activities such as (alcohol, tobacco, nuclear ...) Socially responsible investments were developed in the 1980s and adopt criteria for inclusion based on extra-financial criteria (ESG) in their investment universe. From a scientific point of view, the majority of research on SRI has tried to establish a causal link between SRI and financial performance.

This article aims to synthesise the literature on socially responsible investment between ethical issues and financial performance. This leads us to position the as yet undecided debate between ethical investment and financial profitability by proposing a reading matrix based on a corpus of studies of the financial performance of socially responsible investment. The objective is therefore to have a first answer to the subject as a whole in relation to conventional investment.

Key words :

Social responsible investment (SRI) ; screening ; performance ; ESG (environmental, social and governance) ; Ethics.

Introduction :

Depuis la moitié du 20^{ème} siècle le sujet du développement durable fait partie des préoccupations majeures des pays dans le monde entier , ce dernier a rapidement pris de l'importance face à la multiplication des crises écologiques et financières à l'instar de la crise de 2008¹ , elle a permis une mutation profonde de la sphère financière à travers la remise en cause de nouvelles pratiques et techniques utilisées en finance , il s'agit bien de la finance éthique appelée aussi l'investissement socialement responsable² comme branche la plus dominante, elle est donc venue répondre au déficit morale que l'on reproche au système financier et les pratiques non éthiques .

Lorsqu'on énumère les préceptes de l'investissement socialement responsable , il existe une absence de consensus autour de la définition de ce terme , on retient donc la définition de Reeneboog et al (2008,p1723) pour qui « *ISR applique à la différence des investissements de type conventionnel , un jeu de filtres d'investissement pour sélectionner ou exclure des actifs basés sur des critères écologiques , sociaux , de gouvernance d'entreprise ou encore d'éthique et s'engage également dans la communauté locale et dans l'activisme actionnarial* », l'objectif est la recherche d'une performance globale conduite par la performance extra-financière .

Notons que l'ensemble des travaux qui se sont intéressés à la performance financière de l'ISR (Hamilton et al., 1993 ; Goldreyer et Diltz, 1999 ; Statman, 2000 ; Bello, 2005 ; Benson et al 2006 ; Kempf et Osthoff, 2008 ; Renneboog et al 2008 ; Climent et Soriano, 2011 ; Revelli et Sentis, 2012 ; de Souza Cunha et Samanez, 2013 ; Revelli et Viviani, 2015...) et de façon subsidiaire à leur risque financier (par exemple, Bello, 2005 ; Renneboog et al., 2008 ; Lee et al., 2010 ; Humphrey et Tan 2011 ; Areal et al 2013...) , dans un contexte de pays développé ont ignoré de traiter l'aspect multidimensionnel du concept, c'est-à-dire de juger dans un premier temps l'ethicité de cette finance dite éthique que certains la juge que c'est un simple effet de mode mais il n'en est rien, d'autres la lie par la maturité des investisseurs rationnels et donc ils sont appelé à surperformer .

¹ Crise des Subprimes

² Principal instrument de la finance éthique

A la lumière de ces travaux on peut évoquer la définition du trésor linguistique français informatisé (TLFi)³ qui définit l'éthique comme étant la « science qui traite des principes régulateurs de l'action et de la conduite morale » les deux notions morale et éthique ne revêtent pas le même sens, l'éthique à un caractère général alors que la morale est individuelle (Spiteri 1993).

L'investissement socialement responsable doit principalement sa légitimité au système de valeurs individuelles et/ou collectives auquel il fait référence ‘’ (Diane Laure ARJALES 2010). Cette notion reste un terme ambigu dans un contexte de pays en voie de développement, la notion nous permet de s'interroger sur l'origine et évolution de l'ISR, les approches utilisées, et la contribution de ce type d'investissement dans l'économie de marché des pays.

❖ Contexte de recherche :

Le marché de l'investissement socialement responsable attire ces dernières années de plus en plus d'investisseurs tant qu'institutionnel que de particulier afin d'atteindre leur objectif de gestion de portefeuille, qui eux s'intéressent à la fois à la performance financière et extra-financière.

La performance de la finance éthique est comparable à celle de la finance traditionnelle ,au niveau microéconomique permet de financer une population vulnérable qu'elle n'a pas accès aux solutions de financement à travers une finance dite solidaire ceci va leur permettre d'entrer dans l'économie productive ; au niveau macroéconomique la finance se fonde sur une approche éthique dans laquelle on évite d'investir dans certains secteurs qui ne répondent pas à des principes d'éthique telle que les secteurs des armes , produits chimiques ..

L'ensemble des travaux qui ont été réalisés sur la performance financière de l'investissement socialement responsable ont avancé trois hypothèses : la première est que la performance financière des fonds ISR est supérieur à celle des fonds conventionnel tenant compte que l'ISR permet d'écarter certains risques ESG (environnemental , social et de gouvernance) , d'autres soutient que la performance financière des fonds ISR (investissement socialement responsable) est statiquement pas différente des fonds conventionnel , et la troisième hypothèse relève un aspect neutre .

³ Le TLF est un dictionnaire des XIXe et XXe siècles en 16 volumes et 1 supplément. Le TLFi est la version informatisée du TLF.

Bien évidemment même que les investissements socialement responsables génèrent une plus-value sociale, ils ne doivent pas ignorer la partie de la performance financière, cependant ces fonds présentent quelques contraintes comme par exemple la réduction de l'univers d'investissement (théorie de Markowitz) qui doit absolument être compensée par une surperformance financière (selon Saout et Buscot 2009).

Dans la littérature académique les décisions d'investissement passent par une panoplie de critère pour un rendement ajustée au risque. En effet plusieurs théories s'intéressent à cet aspect, nous mentionnons quelques-unes telles que la théorie d'investissement et la théorie de portefeuille, etc. ... La décision d'investissement est liée donc à deux principaux facteurs le rendement et le risque, l'orientation vers des investissements de types socialement responsable permettant répondre à cette dichotomie est donc un rendement ajusté au risque.

A l'instar de la performance financière certaines études indiquent que les coûts engagés pour la mise en place des stratégies ISR doivent avoir un impact sur la performance financière (Saout et Buscot 2009). En effet la quasi-totalité des études montrent des résultats mitigés en ce qui concerne la performance financière des fonds ISR et une absence de consensus autour de la définition de l'investissement socialement responsable.

Nous essayons donc d'illustrer notre problématique qui s'articule autour de la question suivante **comment évaluer la performance financière d'un investissement socialement responsable ?** par la proposition d'une matrice de lecture générale afin de regrouper l'ensemble des résultats théorique et faciliter donc d'avoir une première réponse autour du sujet.

Pour traiter cette problématique, nous allons essayer de répondre à plusieurs questions de recherche, à savoir :

Hypothèse1 : La performance financière de l'ISR est-elle supérieure à celle de l'investissement conventionnel ?

Hypothèse2 : La performance financière de l'ISR est-elle inférieure à celle de l'investissement conventionnel ?

Hypothèse 3 : La performance financière de l'ISR est-elle similaire à celle de l'investissement conventionnel ?

A l'issue de la revue de littérature, le modèle conceptuel de recherche sera présenté comme suit :

▪ **Figure1 : modèle conceptuel de la recherche**



Source : Auteurs

Cet article sera donc structuré comme suit. La première section présente une revue de la littérature concernant l'investissement socialement responsable, ses approches et les acteurs participant à son développement avec un état des lieux dans le monde ; pour ensuite cerner le sujet autour de la performance financière de l'investissement socialement responsable en mettant en cause les théories y afférentes. Puis la deuxième section va s'intéresser à la méthodologie utilisée et notre apport, à travers la proposition d'une matrice de lecture de la performance financière d'un investissement socialement responsable permettant ainsi à l'investisseur socialement responsable de juger la performance financière de son investissement et enfin nous tentons de conclure notre sujet avec des perspectives de recherche futures.

1- Champ d'application : L'investissement socialement responsable

1.1. Emergence et évolution de l'ISR

L'investissement socialement responsable n'est pas un concept récent, mais bien au contraire, c'est un concept multidimensionnel qui date depuis bien des siècles et dont la pratique coexiste avec l'homme en respectant les règles morales et éthiques.

La notion d'investissement éthique trouve ses origines chez les Quakers⁴ au XVII^e-ème siècle aux Etats-Unis où il a connu une évolution significative. Il reposait au début sur une logique de religion (sélection négative) puis sur des critères de sélections positives ceci à travers un clivage qu'on peut schématiser en deux composantes, le premier type repose sur des critères

⁴ Les Quakers, ou Société religieuse des Amis, mouvement religieux fondé en Angleterre au XVII^e siècle, font partie de cette grande dissidence de l'Église anglicane

de sélection négatifs reposant sur l'écart des industries de l'armement , du tabac , lutte contre l'esclavage , la consommation de l'alcool ... et des critères positifs qui reposent sur l'investissement dans des entreprises respectant l'environnement , impliquées dans la société civile ..

Selon certains auteurs tels que Postel-Vinay (2001), les racines les plus anciennes de l'ISR se trouveraient au cœur même des textes fondateurs des cultures juives, chrétiennes et musulmanes. Comme l'explique Arjaliès (2010) dans son cahier de recherche, c'est plus précisément l'origine morale de l'ISR qui serait à rattacher à ces trois grandes religions monothéistes. En effet, la religion a toujours eu pour vocation d'essayer de guider l'homme par des principes conducteurs, vers une conception de la vie considérée comme « bonne » par la croyance en question. Ces trois religions ont toujours préconisé le respect de certains critères éthiques dans les activités liées à la finance. On peut postuler que ce sont ses racines morales qui sous-tendent aujourd'hui les pratiques et les formes de l'ISR actuel.

A la suite du mouvement des Quakers , plusieurs fonds éthiques ont vu le jour sur les marchés financiers fondés sur des critères de sélections et via l'ancrage de deux notions la responsabilité sociétale des entreprises et le développement durable prononcé pour la première fois en 1972 au sommet de Stockholm dans le rapport de Brundtland qui définit le développement durable comme « un mode de développement qui répond aux besoins des générations présentes , sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs » , concrètement le développement durable permet à la société de persister plus longtemps en assurant une croissance inclusive et durable.

Dian-Laure Arjaliès (2011) dans son étude l'originalité du concept de l'investissement socialement responsable à proposer une classification chronologique des fonds éthiques selon trois générations, dans la première où l'ISR trouve ses origines dans le mouvement méthodiste du XVIIème, « *qui insiste alors sur toute l'importance que revêt l'emploi de l'argent aux yeux du Nouveau Testament, se refusant d'investir dans des activités tirant leurs profits de la souffrance d'êtres humains. Si cette approche de l'investissement correspond à celle préconisée par les fonds éthiques, la forme moderne des fonds d'investissement éthiques se développe réellement dans les Etats- Unis des années 1920. Correspondant à l'approche morale de l'argent, les premiers fonds ISR sont portés par des congrégations religieuses. Un des fonds les plus connus est le Pioneer Fund de Boston qui propose des investissements excluant les sin stocks c'est-à-dire les valeurs dites du péché (alcool, tabac, armement,*

pornographie et jeux ». (Qu'est-ce que l'Investissement Socialement Responsable Diane-Laure Arjaliès)

Concernant la deuxième génération des fonds éthiques selon l'auteur, l'ISR a pour objectif de rendre la société plus morale en modifiant les comportements des entreprises via l'ancrage de la responsabilité sociétale des entreprises. En 1972, deux méthodistes créent le Pax World Funds qui vise à investir en accord avec certaines valeurs et à encourager les entreprises responsables. Et puis en 1977, le prêtre Léon Sullivan¹, administrateur de General Motors, élabore sept principes sociétaux, dits « Principes Sullivan » qu'il souhaite voir appliquer par les entreprises actives en Afrique du Sud pour lutter contre le système raciste d'aparthe ;selon Sparkers (2002,p.52) « If Vietnam unlocked the door to socially responsible investment , South Arica kicked it open » Ces nouveaux fonds constituent la « seconde génération » des fonds éthiques qui s'appuient, comme les premiers fonds éthiques, sur des critères d'exclusion (Arjalies, 2010) .

Le concept de l'ISR ne cesse de se développer ; les années 1980 ont connu l'apparition de la troisième génération des fonds éthiques sous une nouvelle appellation dite « fonds socialement responsable », qui permettent de répondre aux attentes des différentes parties prenantes dans une optique de responsabilité sociétale traduite par des décisions d'investissement plus responsables.

« Si les fonds socialement responsables peuvent rejoindre les fonds éthiques de première et seconde génération dans leurs processus d'investissements, ils en diffèrent nettement dans les objectifs poursuivis. Ici, ce ne sont pas les valeurs individuelles de l'investisseur ou la moralité de la société dans une optique téléologique qui sont questionnées mais bien la responsabilité et le rôle de l'entreprise dans la société. Ces fonds socialement responsables correspondent aux fonds de troisième génération qui se sont développés à partir des années 1980 dans les pays anglo-saxons et des années 1990 en Europe continentale. C'est également à ce moment-là que l'ISR commence à se faire connaître avec notamment la parution du premier livre américain sur le sujet en 1984 (Lydenberg et al.) et le premier livre britannique en 1986 (Ward), tandis qu'en Belgique et en France, il faudra attendre les années 2000 avant que les premières études concernant le sujet soient publiées. » (Qu'est-ce que l'Investissement Socialement Responsable Diane-Laure Arjaliès)

1.1.1 Les principales approches de l'ISR

Pour bien comprendre le terme de l'ISR nous proposons de l'illustrer sous forme de quatre classifications selon (Bayot, Cayrol, et Marchand 2015): Produits, Investissements, Méthodologie, comportement de l'investisseur.

L'investissement socialement responsable regroupe plusieurs produits qui ont un objectif commun tenant à des critères extra-financiers, on énumère principalement les trois formes principales :

- **Les fonds socialement responsables ou de développement durable** : qui appliquent des critères extra-financiers aux décisions de placement.
- **Les comptes d'épargne ISR** : repose sur un degré d'engagement plus fort, permettant d'orienter l'épargne vers des activités qui respectent les valeurs éthiques.
- **Les autres formules d'épargne ISR** : pour une banque consiste à affecter son investissement vers des projets socialement responsable, ou dans l'économie sociale que ça soit à travers des sociétés ou coopératives à finalité sociale.

La deuxième optique concerne l'aspect investissement à travers des placements éthiques notamment l'investissement dans des fonds ISR, ou des placements avec partage solidaire consistant à investir dans des projets à caractère solidaire ou de permettre à une population vulnérable qui n'a pas accès au financement d'accéder à ce dernier.

En ce qui concerne la méthodologie de sélection on cite les méthodes à des critères positifs (screening positif) ou à des critères négatifs (screening négatif) , fondé sur l'exclusion de certaines entreprises ou secteurs qui ne sont pas éthiques c'est le cas de l'industrie de l'armement , tabac , alcool ,... au contraire du filtrage positif fondé sur des critères ESG , ce processus de filtrage permet un degré de diversification des portefeuilles plus important vu que dans la sélection n'exclut aucun secteur, c'est une approche qui permet de dégager une performance plus globale à la fois financière et extra-financière comme le souligne Brito et al (2005) ou Arjaliès de la Lande 2007 .

Ajoutant la méthodologie des fonds thématiques qui regroupe le type Best in Class en anglais (Febelfin 2013) ce type consiste à promouvoir dans leurs sélections les entreprises qui réalisent des performances ESG supérieur et donc un univers d'investissement bien précis.

L'approche Best effort (meilleurs efforts) qui est également utilisé elle démontre un type de sélection ESG ayant les meilleurs pratiques ESG et qui prouve une perspective de développement des pratiques éthiques.

La méthode de l'engagement actionnarial elle est très répandue dans les pays anglo-saxons comme l'explique Thierry Deheuvels (2006) fondée sur des principes de gouvernance c'est à dire orienter les décisions vers tous qui sont amélioration des politiques sociale et environnementale en vue d'écartier les risques ESG et améliorer l'image de l'entreprise avec ses différentes parties prenantes. Et enfin la gestion d'actifs traditionnels, dites *mainstream*, considéré comme approche utilisée dans les décisions d'investissement, cette forme a un impact non systématique, en effet l'intégration des critères ESG est graduelle, de telle sorte qu'elle prend seulement les enjeux extra-financiers qui ont un impact sur la performance financière de l'entreprise.

Le comportement des investisseurs est fondé sur des approches de décision :

- **Approche active** : composée de l'activisme actionnarial est donc orientée les comportements d'investissement au tant qu'actionnaire dans l'entreprise ;
- **Approche passive** : qui regroupe principalement les pratiques de screening ;
- **Approche communautaire** : regroupant les autres formules des critères ISR, reposant sur le partage solidaire.

On remarque dans les pratiques des investisseurs qu'ils utilisent deux autres types d'exclusion supplémentaire à savoir l'exclusion normative fondé sur le respect des normes international citons l'exemple des droits de l'homme, règles de respect de l'environnement, ou sectorielle (secteurs d'armement, du tabac ...). Certains auteurs utilisent d'autres appellations de ces sélections on les nommant des critères traditionnels et émergents (G.Férone 2001), le deuxième type de sélection est l'exclusion simple fondée sur des critères d'exclusion éthiques sauf que cette approche relève certaines limites qui sont la mesure du degré de l'ethicité de l'actif ; nous précisions que malgré les différentes appellations le principe de ces sélections reste le même.

Nous nous appuyons sur l'étude de Eurosif réseau européen chargé de la promotion de la finance durable, l'étude réalisée en 2018 sert à évaluer la taille du marché au niveau européen, elle s'appuie sur les données d'investisseurs de 13 pays européens. Eurosif distingue sept

stratégies différentes : best-in-class, fonds thématique, impact investing, intégration ESG, approches normatives, exclusions, vote et engagement.

Ces approches servent à écarter les risques ESG et participent à la promotion de ce type d'investissement dans des actions de bon sens.

Les principales conclusions de cette étude reflètent une hausse des pratiques d'intégration ESG comme la stratégie la plus dominante ; Eurosif met en évidence le risque de greenwashing, l'étude a aussi montré la baisse des pratiques normatives et l'orientation vers des stratégies bien déterminées ; et le dernier point de l'étude est la stagnation des fonds thématiques.

Nous présentons dans ce qui suit les principales approches de l'ISR définies par Eurosif :

▪ **Figure2 : Stratégies ISR**

Statégies ISR	Description
L'approche thématique ESG	Investissement dans des thématiques ou des actifs liés au développement durable. Les fonds thématiques se focalisent sur des questions spécifiques ou multiples liées aux critères ESG .
La sélection Best-in-Class	Approche qui consiste à sélectionner les entreprises ou les actifs les mieux notés selon l'analyse ESG au sein de leurs univers , catégorie ou classe. Cette approche comprend le Best-in-class , le best-in-universe et le best effort .
Les exclusions normatives	Sélection des investissements en fonction de leur conformité aux normes internationales ou à une combinaison de normes couvrant les facteurs ESG . Ces normes sont celles définies par les organismes internationaux tels que les Nations Unies.
Les exclusions des titres de l'univers d'investissement	Approche qui exclut des investissements spécifiques ou des catégories d'investissement de l'univers de l'investissement , comme les entreprises , les secteurs ou les pays .
L'intégration des facteurs ESG dans l'analyse financière	Inclusion explicite par les gestionnaires d'actifs des risques et des opportunités ESG dans l'analyse financière traditionnelle et dans les décisions d'investissement basées sur un processus systématique et des sources de recherche appropriées .
L'activisme actionnarial sur les questions ESG	Activités d'engagement et d'actionnariat acif par exercice du droit de vote et l'engagement afin d'influencer les pratiques et les stratégies ESG de l'émetteur . Il s'agit d'un processus à long terme visant à influencer le comportement ou à accroître la divulgation .
L'impact investing	Investissements réalisés dans des entreprises , des organisations et des fonds dans le but de générer un impact social et environnemental ainsi qu'un rendement financier . Des investissements d'impact peuvent être réalisés sur les marchés émergents et développés , et cibler une gamme de rendements de marché au dessous du marché, selon les circonstances.

Source : Eurosif 2012

1.1.2 L'ISR dans le monde

Les risques ESG (environnementaux , sociaux et de gouvernance) peuvent jouer un rôle très important dans la promotion de l'investissement socialement responsable , en Asie on a assisté ces dernières années à une orientation vers l'investissement durable notamment au Japon , les actifs durables gérés sont passés de 7 milliards USD à plus de 2180 milliards USD en 2014 et 2019 (sur la base des données de Global Sustainable Investment Alliance) , la croissance de l'investissement socialement responsable en Asie est tiré principalement par les particuliers et les placements des acteurs internationaux cependant la participation des acteurs institutionnel est relativement faible vu la transparence sur les sujets ESG , et c'est grâce a la volonté traduite par les gouvernements et les régulateurs des pays asiatique sept bourses dont la Malaisie , Singapour , Hong Kong ... ont pu améliorer leurs rapports ESG (environnementaux , sociaux , gouvernance) , de plus la chine a témoigné une forte volonté de s'inscrire dans cette démarche par le biais d'une réglementation environnementales et des mesures strictes pour amener au développement de l'investissement socialement responsable .

Le marché ISR américain et canadien se caractérise par une antériorité. Au départ se caractérise par l'exclusion de certains secteurs à travers l'intégration ESG et la sélection de portefeuille, aujourd'hui c'est l'activisme actionnarial ; notons que la majorité des investisseurs sur le marchés d'ISR sont institutionnelles ceci est dû grâce à la communication pour faire évoluer les pratiques ESG.

Une évolution considérable de l'investissement socialement responsable a été initié par la création du premier fond socialement responsable, Pax World Fund créer en 1971 aux Etats unis il a été adressé aux investisseurs qui s'opposait au militarisme et la guerre du Vietnam. Ceci a permis aux investisseurs de manifester leur mécontentement vers ces entreprises et orienter leur épargne vers d'autres secteurs (Renneboog, al).

Le volume des encours de l'ISR aux Etats Unis, selon Novethic⁵ a presque doublé entre 2012 et 2016, sur la période entre 2014 et 2016 le marché à enregistrer une croissance de plus de 33% .Ce type d'investissement est aujourd'hui considéré comme forme majeure de placements financiers avec plus de 20% des actifs sous gestion .

⁵ Expert de la finance durable et media référence de l'économie responsable,

1.2. Acteurs de développement de l'investissement socialement responsable :

Différents acteurs participent à la gestion ISR, sauf que cette dernière n'est pas standardisée ceci revient aux spécificités de chaque pays et sa vision éthique. Ces acteurs (figure3) permettent sans doute la promotion et le développement de l'ISR indirectement, c'est dans ce contexte que pour réussir cette transition la gestion ISR doit être dissocié de la gestion traditionnelle avec la disponibilité d'un environnement plus exhaustive ou un circuit d'investissement bien spécifique tenant compte des critères et des différentes approches de l'ISR afin de promouvoir ce type d'investissement.

Nous présentons dans ce qui suit le rôle de quelques principaux acteurs qui répondent à ce besoin.

- **Entreprise :**

L'implication des entreprises dans le développement durable est de plus en plus importante ceci leurs permet non seulement de traduire leurs engagements de responsabilité sociétale mais aussi à la recherche d'une plus-value extra-financière et d'avoir nouvelle niche d'investisseurs socialement responsable.

Les entreprises socialement responsables par leurs actions intègrent des indices socialement responsables comme récompense des marchés boursier raison de leurs scores RSE notés généralement par des agences de notation extra-financières suivant des critères extra-financier , un encouragement qui se traduit par un statut particulier face aux autres entreprises non cotées qui affiche leurs volonté de prendre part de ces indices .Ces entreprises socialement responsables doivent être encouragées par des incitations fiscales par l'Etat et la nation par le biais des associations et ONG afin de développer ces pratiques et donc pour un avenir serein. Leurs contributions sont aussi appréciables à travers la divulgation de leurs stratégies RSE aux différentes parties prenantes (investisseurs, médias ...) comme moteur de croissance de ces pratiques.

- **ONG et Associations**

Certaines associations choisissent d'investir dans des projets qui reflètent leurs principes et leurs philosophies, ce mouvement en général est développé au niveau des pays anglosaxon et aux Etats Unis. Tandis que d'autres s'orientent vers des agences de notations afin de

s'informer sur les entreprises éthiques souhaitant collaborer avec eux pour financer leurs projets à caractère social ...

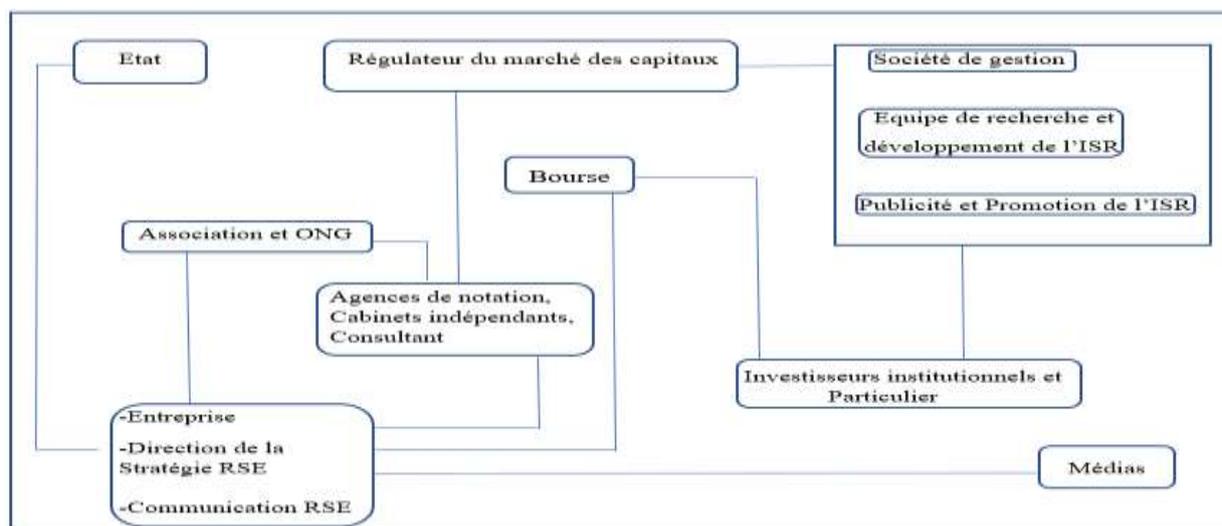
- Investisseurs :

Les investisseurs socialement responsables soutiennent les portefeuilles ISR et les entreprises socialement responsables sur des critères dite ESG (environnementale, sociale et de gouvernance) du fait de leur conviction personnelle à réaliser non seulement une performance financière mais en même temps une performance extra-financière est donc une plus-value sociale.

- Société de gestion :

Les sociétés de gestion est une partie prenante très importante dans le processus d'investissement, ils agissent en qualité d'investisseurs pour le compte des tiers du fait de leurs expertises, ces sociétés doivent permettre a une niche d'investisseur potentiel soucieux de l'éthique d'avoir une large gamme de choix des fonds socialement responsables, par ce biais collabore à développer le marché boursier ainsi le développement de l'offre ISR. Leurs participations en matière de recherche et développement est aussi cruciale à côté des autres participation en matière de recherche et développement est aussi cruciale à côté des autres acteurs notamment la bourse et le régulateur du fait de la proposition des stratégies d'investissement différentes et participent à la commercialisation des produits socialement responsables en appliquant le Marketing Social.

- **Figure3 : Les principaux acteurs de l'ISR**



Source : Auteurs

1.3. Fondement théorique de l'ISR :

- Certaines études soutiennent que l'ISR peut générer une rentabilité financière supérieure à celle de fonds ou d'indices conventionnels et ne possède donc pas de coût financier (Mallin et al., 1995 ; D'Antonio et al., 1997 ; Statman, 2000 ; Plantinga et Scholtens, 2001 ; ou encore Galema et al., 2008). D'autres recherches mettent en évidence un sens de causalité négatif, stipulant que l'ISR est destructeur de valeur et procure des performances inférieures à celles d'investissements conventionnels (Havemann et Webster 1999 ; Burlacu et al., 2004 ; Miglietta, 2005 ; Girard et al., 2007). Enfin, un dernier groupe d'études conclut sur l'impact neutre ou non significatif de l'ISR sur la performance (Hamilton et al., 1993 ; Dhrymes, 1998 ; Kreander et al. 2005 ; Bauer et al., 2007).

Les fondements théoriques concernant l'investissement socialement responsable sont très implicites et mitigés vu que ce type d'investissement reste émergent et en voie de développement, plusieurs travaux sont entamés sur la performance financière de l'ISR, mais les chercheurs sur cette thématique diffèrent entre eux, ceci revient à l'absence d'un référentiel unique autour de cette thématique, cependant il existe plusieurs raisons explicatives.

- **La théorie moderne de portefeuille :**

La théorie moderne de portefeuille est une théorie financière développée par Markowitz dans les années 1950, Markowitz suppose que les investisseurs sont rationnels et le marché est efficient, il définit le processus de composition d'un portefeuille à travers la sélection des titres les plus efficaces possible afin de générer une rentabilité maximum avec un risque minimum.

Pour Markowitz le concept de diversification de portefeuille est la base des choix d'investissement, mais ce n'est pas suffisant, il faut optimiser cette diversification avec un minimum de risque et un maximum de rentabilité espéré, d'ailleurs même la théorie financière stipule qu'un investisseur rationnel qui souhaite équilibrer son portefeuille il doit chercher à compenser le niveau de risque par la performance financière.

Selon cette théorie l'investissement socialement responsable réduit les opportunités d'investissement raisons des critères de sélections qu'ils appliquent et donc il faut s'attendre à des performances moins qu'un investissement traditionnel. Cela rejoint la théorie de Clow (1999) qui affirme que l'ISR réduit le champ d'investissement en se restreignant à des secteurs d'activités bien spécifiques et qui respectent quelques critères augmentant ainsi son

risque avec une rentabilité bien inférieure. Rudd (1981) affirme aussi que l'introduction des critères de sélection peut également jouer un rôle négatif sur la performance financière des portefeuilles. Or compte tenu de la théorie de Markowitz, qui définit un choix rationnel d'un portefeuille à travers la diversification de ce dernier par le biais de sélections des titres qui se trouvent en haut de la courbe d'efficience et qui présentent un couple rentabilité/risque optimale, elle doit être remise en cause raison de la possibilité de l'investissement socialement responsable dans certains cas d'avoir une rentabilité bien supérieure à ceux des investissements traditionnels moyennant un risque faible, dans le même contexte les investissements socialement responsables permettent d'écarter aussi certains risques que l'on appelle ESG (environnementale, sociale et de gouvernance).

Une dizaine d'années après les travaux de Markowitz, Sharpe, Mossin développèrent un modèle d'évaluation des actifs financiers et le modèle d'évaluation par arbitrage qui s'appuie sur l'observation des anomalies du MEDAF.

- **La théorie des « coûts » de l'ISR**

La théorie des « couts » de l'ISR explique la sous-performance de l'ISR par rapport aux investissements conventionnels. Selon Rudd (1981) tout investissements qui génère des couts de courtage ou une réduction du champ d'investissements, ces facteurs diminuent la performance financière de ce dernier. C'est ce que Luther et al. (1992) définissent comme « monitoring costs » ou coûts de surveillance. L'ensemble de ces coûts diminuerait à terme la performance (Munnell et al., 1983 ; Lamb, 1991 ; Luther et al., 1992 ; Tippet 2001, Bauer et al., 2005 ; Barnett et Salomon, 2006).

Pour Baeur et al (2005 ,2006) avance « l'effet d'apprentissage » pour qui l'ISR sous-performe à court terme puis réduit cet écart à moyen terme et montre une performance sur le long terme (Cummings 2000 ; Barnett et Salomon 2006, Vermeir et Friedrich, 2006).

Kurtz rejoint cette position par la théorie de « l'effet d'information » et stipule que l'ISR génère de la valeur à long terme raison de l'interprétation de la notation extra-financière qui reflète une certaine maîtrise des risques auxquels est confrontée l'entreprise.

A contrario l'ISR peut être générateur de valeur, c'est le cas de l'activisme actionnarial soutenus par la théorie des parties prenante.

- **Théorie des parties prenantes :**

Freeman (1984) est considéré comme le père fondateur de la théorie des parties prenantes développé par son ouvrage (Strategic Management : A stakeholder approach 1984) et constitue le point de départ du développement de la littérature managériale (théorie de la bonne gestion).

Selon la définition donnée par le Standford Research Institute (1963, cité par Freeman, 1984) – considéré comme le premier à avoir utilisé le terme à l’occasion d’un memorandum (1984) – un Stakeholder est une personne ou un groupe de personnes « sans le soutien desquels l’entreprise cesserait d’exister » c’est-à-dire, d’après la liste d’origine, les actionnaires, les employés, les consommateurs, les fournisseurs, les détenteurs de capitaux et la société. La notion des parties prenantes est liée à l’entreprise et ses différentes parties prenantes en primauté les actionnaires .Selon Kacperczyk (2009) deux paradigmes théoriques permettant de prendre en compte les intérêts des parties prenantes , il s’agit du modèle de l’actionnaire et du modèle des parties prenantes ; ils viennent à maximiser la richesse créée par l’entreprise .D’autre part les portefeuilles qui prennent en considération les intérêts des partenaires de l’entreprise et ses actionnaires peuvent être créatrice de valeur (profit , croissance , stabilité) et donc gère mieux leurs risques RSE . La théorie des parties prenantes permet de décrire, d’évaluer et de gérer les responsabilités de l’entreprise (Donaldson et Preston 1995) cette dernière présente un outil indispensable en management stratégique, éthique et participe donc à l’activisme actionnarial manifeste par les actionnaires afin d’orienter les décisions stratégiques de l’entreprise et cela se percute au niveau des prix des actions, ce mode est d’autant plus efficace lorsque l’entreprise renforce son mode de gouvernance .

La performance des fonds éthiques repose sur des préceptes non formulés de la théorie des parties prenantes ; les investisseurs éthiques comme tout investisseur cherche à satisfaire ces bénéfiques attendus et par le respect des critères éthiques ceci conduit l’entreprise à renforcer son dispositif de reporting sociétal.

- **Théorie de la prime de risque de non durabilité :**

Cette théorie ne contredit pas les autres théories mais les partisans de la théorie de la prime de risque extra-financier (El Ghoul et al 2011 , Dhaliwal et al 2011, Manescu2011) affirment que la performance extra-financière doit être supérieur afin de compenser le niveau du risque de

non durabilité qui comprend le risque environnemental, le risque de réputation , le risque judiciaire ou encore de gouvernance ... une telle approche qui pourra nous illustrer cette théorie

Selon la littérature pour avoir une performance extra-financière bien élevée ceci stipule bien évidemment une performance financière élevée afin de compenser le niveau de risque et d'avoir une rentabilité ajustée au risque.

Selon Kurtz (2005, p.128), « les analystes ont étudié la performance des fonds ISR et des indices en utilisant beaucoup de méthodes et de jeux de données différentes et aucune étude n'a encore montré un coût de l'ISR sur une base ajustée de risque ». De Brito et al. (2005, p.287) affirment que les résultats des études académiques traitants de la performance de l'ISR doivent être considérés avec prudence « étant donné les approximations méthodologiques ».

Au-delà des méthodes utilisées nous présentons un récapitulatif des principales théories expliquant la sous et surperformance de l'ISR définies dans les travaux de Revelli2011.

Tableau 1 : Théories expliquant la sous-performance de l'ISR

Théorie	Auteur	Arguments
Théorie néolibérale	Friedman 1962 ; 1970	La seule responsabilité de l'entreprise est d'augmenter ses profits .La prise en compte de considérations sociales et environnementales génère des coûts supplémentaires externes qu'il faut internaliser ce qui provoquera une perte de la valeur de l'entreprise et de son action .
Théorie de "coût financiers"	Luther et al 1992	Les critères de filtrage ISR diminueraient sur le long terme la liquidité moyenne actifs (et augmenteraient donc l'impact du marché sur chaque future transaction) et provoqueraient également une gestion d'actifs plus complexe et plus chère car générants plus de recherche pour savoir si un titre satisfait ou non les critères ISR .

Tableau 2 : Théorie expliquant la sur-performance de l'ISR

Théorie	Auteur	Arguments
Hypothèse de la performance environnementale	Porter 1991	Une amélioration de la performance environnementale de l'entreprise serait à l'origine d'une meilleure productivité et donc d'une création de richesse pour l'entreprise (amélioration de la performance économique).
Théorie des parties prenantes ou de l'activisme actionnarial	Freeman 1984 Gompers et al 2003 Core et al 2006 Smith 1996	L'activisme actionnarial permet de "créer de la valeur "pour l'entreprise . Les parties prenantes "actionnaires" par la pression qu'elles exercent sur les entreprises , permettent de modifier les comportements de ces dernières en les orientant sur les valeurs qu'elles défendent. Cela se répercute plus rapidement sur le prix des actions . Ce dernier augmente dès lors que les entreprises acceptent les
Théorie de "l'effet d'apprentissage"	Bauer et al 2005 ; 2006	L'ISR aurait tendance à sous-performer à court terme des investissements dits traditionnels , puis à réduire cet écart à moyen terme jusqu'à l'inverse à long terme
Théorie de "l'effet d'information"	Kurtz 2002	L'ISR génère de la valeur à terme, dans le sens où la "notation extra-financière peut être interprétée comme le reflet d'une certaine maîtrise des risques auxquels est confrontée l'entreprise. Dès lors , les sociétés qui gèrent au mieux leurs enjeux socio-environnementaux limitent les risques de conflits sociaux ou encore industriels , susceptibles de nuire notamment à leur image et sont ainsi appelés à terme à surperformer leurs concurrents ". A l'inverse , les entreprises ne prenant pas en compte ce type d' Intérêts s'exposent à un risque plus élevé de faillite et de retrait des capitaux par les investisseurs

Source : Revelli 2011

2. Proposition d'une grille de lecture de la performance financière de l'investissement socialement responsable issue de la littérature :

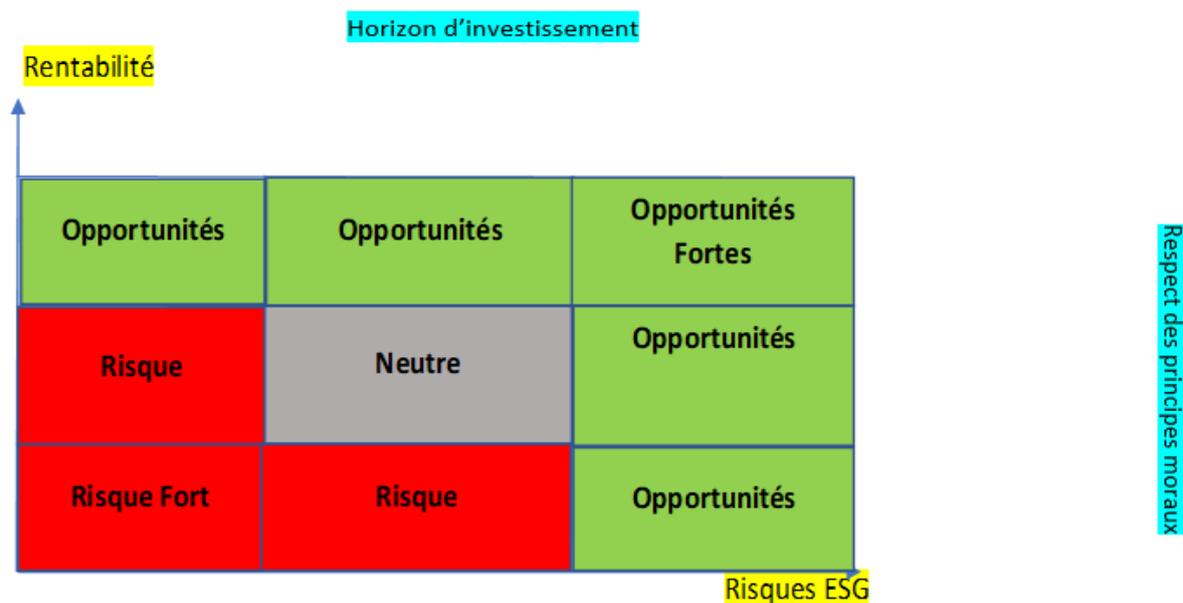
Nous avons obtenu une base de la littérature assez suffisante pour proposer une lecture de l'ISR face aux enjeux financiers et extra-financiers, nous nous sommes aussi basés sur les « discussions » et « conclusions » des auteurs expliquant la performance financière de l'investissement socialement responsable , cette dernière comme on va présenter ci-dessus sera présenté dans le cadre d'une matrice élaborée en fonction de notre analyse et les éléments y afférents , l'évaluation de cette dernière est basés sur une approche risques et opportunités. Par ailleurs plusieurs études sont entamées sur le sujet de la performance financière de l'ISR pour trouver une définition et un modèle universel, à ce jour le débat n'est pas encore tranché, notre choix de référence à été l'étude réalisé par Christophe Revelli et Patrick Senti dans leurs

article ‘ ‘ L’investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l’investissement conventionnel ? ’ ’ ; ou ils ont réalisé 75 études sur différents fonds et indices ainsi que des portefeuilles dont le terrain de recherche se diffère, l’étude a donné 161 expérimentations l’objectif était de répondre à la problématique de la performance financière de l’investissement socialement responsable face à l’investissement conventionnel ,leurs travaux ont recensé 40 impacts positifs de l’ISR sur la performance financière et 41 impacts négatifs de la sous performance de l’ISR et 80 impacts neutre (voir annexe) ;

Ils devient donc légitime de dire dans une première analyse que l’investissement socialement responsable à la même performance que l’investissement traditionnel et il peut dépasser ce dernier pour une performance bien élevée sur le long terme ou sous performer dans certains cas , de plus nous remarquons que les méthodes d’analyse de la performance qui diffèrent les unes des autres sont aussi déterminante pour adopter un positionnement de recherche ,la majorité des recherches conclues donc que la performance financière de l’ISR est comparable à celle de l’investissement conventionnel sans prise en compte des méthodes utilisées , on peut donc modéliser la performance financière autour de quatre variables de contrôle (rentabilité , horizon à long terme , risque ESG, respect des principes moraux), ces variables peuvent servir à une conclusion de la performance financière de l’ISR et apporter une première réponse à travers notre matrice avec un degré de criticité situé entre opportunité et risque.

Bien évidemment la matrice va illustrer les différentes positions concernant l’orientation d’investissement d’un investisseur socialement responsable ; les deux axes abscisse et ordonné seront inspirés de la littérature traditionnelle de la finance de marché avec certains ajustements et en raisonnant par le couple rentabilité / risque, principale caractéristique d’un investissement dans un actif , et suivant une logique de placement à terme pour objectif de dégager une rentabilité supérieure et un minimum de risque avec impact ESG dû au respect des principes moraux qui va ensuite générer une plus-value sociale. Elle ne s’agit que d’une matrice permettant d’identifier les zones de risques et opportunités et de formaliser la gestion pratique de l’ISR .

Matrice :



Source : Auteurs

L'investissement socialement responsable permet de porter à la fois une performance financière et extra-financière aux placements financiers. Ce type d'investissement permet d'identifier des opportunités de croissance durable et écarter certains risques ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) et donc avoir un impact dit ESG sur la sphère financière à partir des investissements. Nous remarquons que les investisseurs s'engagent de plus en plus ces dernières années dans les thématiques du développement durable et intègre l'analyse ESG en combinant durabilité et impact financier. Notre article contribue à fournir un outil supplémentaire au processus d'investissement et participer au débat de l'ISR. Nous pensons qu'une étude élargie est nécessaire afin de déchiffrer la performance extra-financière et de donner un modèle empirique regroupant l'ensemble des composantes de l'ISR.

Conclusion : ISR « Quelle mesure appropriée de la performance financière et extra-financière ? »

L'investissement socialement responsable intègre à la différence de l'investissement conventionnel un jeu de filtres basé sur des critères éthiques notamment ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) aux placements financiers. A l'instar de

plusieurs méta-analyses et études sur le sujet , l'ISR intègre la même logique rentabilité / risque surtout dans une logique de screening positif , de nombreuses études ont conclu que la performance financière de l'ISR est comparable à celle de la performance de l'investissement traditionnel , alors que d'autres se convergent. L'objectif de cet article était d'étudier la performance financière de l'investissement socialement responsable , à cet effet nous avons essayé de passer en revue de littérature sur le sujet de l'investissement socialement responsable dans sa globalité ainsi la relation qui existe entre performance financière et ISR à travers l'analyse d'un corpus d'études qui étudient cette relation entre sous performance et sur performance ou même une performance neutre , quoique les fondements théoriques autour de cette thématique restent restreints mais il existe plusieurs raisons explicatives suffisant autour du sujet .Du point de vue managérial, l'ambiguïté qui existe autour du sujet de la performance financière de l'investissement socialement responsable peut avoir un effet sur la gestion ISR ou encore la gestion de portefeuille ceci est dû aux méthodologies utilisées et les analyses empiriques qui diffèrent les uns des autres autour du sujet , à cet égard d'après l'analyse de plusieurs travaux nous avons essayé d'apporter une première réponse à la question par une modélisation matricielle afin de permettre la lecture de cette dernière .Une telle optique de manifester plus l'engagement sociétal des investisseurs et porter une première réponse à leurs décisions d'investissement moyennant un impact ESG .

De plus de notre apport nous jugeons que l'ISR n'est pas standardisé et diffère d'un pays à un autre ce qui peut engendrer des limites de recherches, à cet effet nous avons essayé de synthétiser le processus des acteurs de l'ISR pour plus d'efficacité dans la gestion de ce type d'investissement qui est relativement nouveau pour certains et dont le potentiel réglementaire n'est pas suffisant pour lui faire avancer.

A partir de l'analyse de la littérature de l'investissement socialement responsable plusieurs questions sont remises en cause notamment la question de l'éthicité des fonds ISR, et est ce qu'ils sont éthiques par leur destination ou fondement ? une deuxième question qui permet un champ de recherche important est le jugement de la fiabilité des informations extra-financières communiquées par les agences de notation notamment dans le cadre de l'intégration ESG ? des questions qui peuvent sans doute ouvrir des perspectives de recherches engageant autour de la thématique de l'ISR.

ANNEXES :

Méta-analyse des études antérieures autour de la performance financière de l'ISR réalisé par Christophe Revelli et Patrick Senti (2012) :

Études empiriques	Marché ISR	Méthode de comparaison de données	Impact ISR	Études empiriques	Marché ISR	Méthode de comparaison de données	Impact ISR
M.R. Moskowitz (1972)	US	PSR vs IC	+	P. Asmundson et S.R. Foerster (2000)	CAN	IndSR vs IC	=
S.C. Vance (1975)	US	PSR vs IC	-		CAN	FSR vs IC	=
G.J. Alexander et R.A. Buchholz (1978)	US	PSR vs IC	=	R. Otten et K. Koedijk (2001)	NED	FSR vs IC	-
	US	PSR vs IC	=		NED	FSR vs FC	-
R.G. Luther et al. (1992)	UK	FSR vs IC	=	A. Plantinga et B. Scholtens (2001)	FR	FSR vs IC	+
S. Hamilton et al. (1993)	US	FSR vs FC	=		BEL	FSR vs FC	+
R.G. Luther et J. Matatko (1994)	UK	FSR vs IC	=		NED	FSR vs FC	+
C. Mallin et al. (1995)	UK	FSR vs FC	+	J. Tippett (2001)	AUS	FSR vs FC	-
	UK	FSR vs IC	-	G. Newell et P. Acheampong (2002)	AUS	FSR vs IC	+
J.D. Diltz (1995)	US	PSR+ vs PSR-	+	B.K. Stone et al. (2002)	US	FSR vs IC	=
T.C. Opler et J. Sokobin (1995)	US	PSR vs PC	+	D. Wheat (2002)	US	PSR vs PC	+
	US	PSR vs IC	+		US	FSR vs FC	+
M.P. Smith (1996)	US	PSR vs PC	+	C. Butz (2003)	EUR	FSR vs IC	-
A. Gregory et al. (1997)	UK	FSR vs FC	=		EUR	PSR vs PC	+
J.B. Guerard (1997a)	US	PSR vs PC	-	C. Geocy et al. (2003)	US	FSR vs FC	-
J.B. Guerard (1997b)	US	PSR vs PC	-		US	FSR vs FC	-
M.A. Cohen et al. (1997)	US	PSR+ vs PSR-	+	P. Gompers et al. (2003)	US	PSR+ vs PSR-	+
L. D'Antonio et al. (1997)	US	PSR vs IC	+	V. Serret (2003)	FR	FSR vs IC	=
D.A. Sauer (1997)	US	FSR vs FC	=		FR	FSR vs IC	=
	US	IndSR vs IC	=	R. Buriacu et al. (2004)	US	FSR vs FC	=
P.J. Dhrymes (1998)	US	PSR vs PC	=		US	FSR vs FC	=
R.B. Hutton et al. (1998)	US	PSR vs IC	+		US	FSR vs IC	-
B. M'Zali et M.F. Turcotte (1998)	US	FSR vs FC	=		US	FSR vs IndSR	=
	US	FSR vs IC	=		US	FSR vs IndSR	-
	CAN	FSR vs FC	=	J. Le Maux et E. Le Saout (2004)	INT	IndSR vs IC	=
	CAN	FSR vs IC	=	M. Schröder (2004)	US	FSR vs IC	=
M.G. Reyes et T. Grieb (1998)	US	FSR vs FC	=		US	FSR vs IC	=
	US	FSR vs FC	=		US	FSR vs IC	=
D. Di Bartolomeo et L. Kurtz (1999)	US	IndSR vs IC	=		EUR	FSR vs IC	=
E.F. Goldreyer et J.D. Diltz (1999)	US	FSR vs FC	=		EUR	FSR vs IC	-
	US	FSR vs FC	=		EUR	FSR vs IC	=
	US	FSR vs FC	=		INT	IndSR vs IC	=
R. Havemann et P. Webster (1999)	UK	FSR vs FC	-	N. Kreander et al. (2005)	EUR	FSR vs FC	=
L. Abramson et D. Chung (2000)	US	PSR vs IC	=		EUR	FSR vs FC	-
	US	PSR vs IC	=		EUR	FSR vs IC	=
L.S. Cummings (2000)	AUS	FSR vs IC	-	Z.Y. Bello (2005)	US	FSR vs FC	-
L. D'Antonio et al. (2000)	US	PSR vs IC	+		US	FSR vs IndSR	-
	US	PSR vs IC	+		US	FSR vs IC	-
M. Statman (2000)	US	FSR vs FC	+	J. Derwall et al. (2005)	US	PSR+ vs PSR-	+
	US	FSR vs IC	-		US	PSR+ vs PSR-	+
	US	FSR vs IndSR	-	N. Guenster et al. (2005)	US	PSR+ vs PSR-	+
	US	IndSR vs IC	=				
R. Bauer et al. (2005)	US	FSR vs FC	=	E. Girard et al. (2007)	US	FSR vs IC	-
	US	FSR vs FC	=		US	FSR vs IC	-
	US	FSR vs IndSR	-	A. Kempf et P. Osthoff (2007)	US	PSR+ vs PSR-	+
	UK	FSR vs FC	=		US	PSR+ vs PSR-	+
	UK	FSR vs FC	=	A. Gregory et J. Whittaker (2007)	UK	FSR vs FC	=
	UK	FSR vs IndSR	-	B. Scholtens (2007)	NED	FSR vs IC	-
	GER	FSR vs FC	=		EUR	IndSR vs IC	-
	GER	FSR vs FC	=	A. Ziegler et al. (2007)	EUR	PSR vs PSR	+
	GER	FSR vs IndSR	-		EUR	PSR vs PSR	-
F. Migletta (2005)	EUR	FSR vs IndSR	-	A. Fernandez-Izquierdo et J.C. Matallin-Saez (2008)	SP	FSR vs FC	+
	EUR	FSR vs IC	-		SP	FSR vs IC	-

Études empiriques	Marché ISR	Méthode de comparaison de données	Impact ISR	Études empiriques	Marché ISR	Méthode de comparaison de données	Impact ISR
T.M. Shank et al. (2005)	US	PSR vs IC	=	R. Galema et al. (2008)	US	PSR+ vs PSR-	+
	US	PSR vs PV	=		US	PSR+ vs PSR-	+
	US	PSR vs IC	+	T.M. Jones et al. (2008)	AUS	FSR vs IC	-
	US	PSR vs PV	+		AUS	FSR vs IC	-
	US	PSR vs IC	+	K. Saadaoui (2008)	FR	FSR vs FC	=
	US	PSR vs PV	+		FR	FSR vs FC	=
B. Scholtens (2005)	NED	FSR vs FC	=		FR	FSR vs IndSR	=
	NED	FSR vs FC	=		FR	FSR vs IC	=
	NED	FSR vs IndSR	=	N. Amenc et V. Le Sourd (2008)	FR	FSR vs IndSR	=
	NED	FSR vs IC	=		FR	FSR vs IC	=
E. Vandevelde et al. (2005)	EUR	PSR+ vs PSR-	+	P. Gillet (2008)	FR	FSR vs FC	=
W. Vermeir et al. (2005)	INT	IndSR vs IC	+		FR	FSR vs FV	-
	INT	IndSR vs IC	=	J. Derwall K. Koedijk (2009)	US	FSR vs FC	=
	INT	PSR+ vs PSR-	+		US	FSR vs FC	+
M.L. Barnett et R.M. Salomon (2006)	US	PSR vs PSR	-	H. Hong et M. Kacperczyk (2009)	US	PV vs PC	-
	US	PSR vs PSR	-		K. Saadaoui (2009)	FR	FSR vs FC
	US	PSR vs PSR	+	CAN		FSR vs FC	=
R. Bauer et al. (2006)	AUS	FSR vs FC	=	FR		FSR vs FC	=
	AUS	FSR vs FC	=	CAN		FSR vs FC	=
K.L. Benson et al. (2006)	US	FSR vs FC	=	75 études	161 expérimentations		
S. Brammer et al. (2006)	UK	PSR+ vs PSR-	-	a. FSR : Fonds socialement responsables; FC : Fonds conventionnels; FV : Fonds vicieux; IndSR : Indices socialement responsables; IC : Indices conventionnels; PSR : Portefeuilles socialement responsables élaborés par les chercheurs sur des bases de notations sociétales; PC : Portefeuilles conventionnels élaborés par les chercheurs; PV : Portefeuilles d'actions «vicieuses»; PSR+ : Portefeuilles socialement responsables élaborés par les chercheurs sur des bases de notations sociétales positives («bien notés»); PSR- : Portefeuilles socialement responsables élaborés par les chercheurs sur des bases de notations sociétales négatives («mal notés»).			
	UK	PSR+ vs PSR-	-				
	UK	PSR+ vs PSR-	+				
	UK	PSR vs IC	-				
	UK	PSR vs IC	+				
J. Chong et al. (2006)	US	FSR vs FV	-				
	US	FSR vs FV	-				
	US	FSR vs IC	-				
J. Core et al. (2006)	US	PSR+ vs PSR-	=				
A. Pages (2006)	INT	IndSR vs IC	+				
	FR	FSR vs FC	-				
W. Vermeir et C. Friedrich (2006)	INT	IndSR vs IC	=				
	EUR	PSR+ vs PSR-	=				
M. Statman (2006)	US	IndSR vs IC	=				
R. Bauer et al. (2007)	CAN	FSR vs FC	=				
	CAN	FSR vs FC	=				
	CAN	FSR vs FC	=				

6

⁶ L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ?
par Christophe Revelli et Patrick Senti

BIBLIOGRAPHIE

Alexander Kempf & Peer Osthoff (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*.

Andrew Rudd (1981). *Social Responsibility and Portfolio Performance*. SAGE Journal.

Arjaliès, Diane-Laure (2011) « Qu'est ce que l'investissement socialement responsable ». Ivey Business School.

Auke Plantinga and Bert Scholtens (2001). *Socially Responsible Investing and Management Style of Mutual Funds in the Euronext Stock Markets*. SSRN eJournal.

Barnett et Salomon (2006). *Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance*. *Strategic Management*.

Bayot, Cayrol, et Marchand (2015). *L'investissement socialement responsable en Belgique*. Réseau Financité Rapport 2015.

Christophe Revelli (2013) « L'investissement socialement responsable Origines, débats et perspectives.pdf », *Revue Française de Gestion*.

Christophe Revelli et Patrick Sentis (2012) « L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel.pdf », *La Revue des Sciences de Gestion*.

Christophe Revelli (2012). *La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable : proposition d'une grille de lecture* ». *Revue des Sciences de Gestion*.

Christophe Revelli et Jean-Laurent Viviani (2012). *Performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : une méta-analyse*. *Revue Finance controle stratégie*.

Demoustiez, Alexandra, et Bernard Bayot (2005). « L'investissement socialement responsable ». *Courrier hebdomadaire du CRISP* n° 1866, n° 1 (1 octobre 2005): 5- 49.

Durif, Fabien, Isabelle Prim-Allaz, et Hind Sami (2003). « Les investisseurs particuliers et l'ISR ». *Retail investors and SRI. A complex relationship*. 39, n° 236 (octobre 2013): 127- 47. *Revue Française de Gestion*.

El khamlichi A. (2012). « Ethique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique », thèse de Doctorat, Université d'Auvergne, France.

Felipe Arias Fogliano de Souza Cunha, Carlos Patrício Samanez (2012) Performance Analysis of Sustainable Investments in the Brazilian Stock Market: A Study About the Corporate Sustainability Index (ISE). *Journal of Business Ethics*.

Francisco Climent & Pilar Soriano (2011). Green and Good ? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*.

Frédérique Dejean (2002). L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE. *Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit*, May 2002, France.

Galema et al., (2008). The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment. *Journal of Banking & Finance*.

Goldreyer, E.F. and Diltz, J.D. (1999), "The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection", *Managerial Finance*.

Grégoire Postel-Vinay (2011). Les fonds éthiques et socialement responsables : des livres sacrés au capitalisme financier. Dans *Annales des Mines - Réalités industrielles 2011/2* (Mai 2011), pages 86 à 92.

Harrison Hong, Marcin Kacperczyk (2009). The price of sin : The effects of social norms on markets. *Journals of Financial Economics*.

Havemann et Webster (1999). Does Ethical Investment Pay ? EIRIS research and other studies of ethical investment and financial performance.

Humphrey et Tan (2011) .The Many Faces of Socially Responsible Investing - Does the Screening Mechanism Affect the Risk and Return of Mutual Funds ? *SSRN eJournal*.

Jean Laurent Viviani et Christophe Revelli 2011 « Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière une analyse statistique de la littérature empirique.pdf ».

Kreander et al. (2005). Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds : A Matched Pair Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*.

Kurtz (2005). Socially Responsible Investment and Shareholder Activism. *Oxford Hand books online*.

Le Maux, J., Le Saout, E. (2003). "La performance des fonds socialement responsables : mirage ou réalité?" Working Paper, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.

Le Saout, Erwan, et Corinne Buscot (2009). « Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ? » *Revue Management et Avenir*.

Luc Renneboog , Jenke Ter Horst, Chendi Zhang (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*.

Mallin et al., (1995). The Financial Performance of Ethical Investment Funds. Journal of Business Finance & Accounting.

Margot BRIDTS (2016-2017). Mémoire: L'investissement socialement responsable: Critères et performances. HEC Liège.

Markowitz, H. (1952). « Portfolio Selection ». Journal of finance 7 (1): 77-91.

Markowitz, H. (1959). « Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments ». John Wiley & Sons. New York. Journal of Mathematical Finance.

Meir Statman (2000). Socially Responsible Mutual Funds. Financial Analysts Journal.

Sally Hamilton, Hoje Jo & Meir Statman (1993). Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. Financial Analysts Journal

Sonia BERREKAIL et Almamy Souleymane SINGARE (2017). Mémoire "L'investissement socialement responsable et les marchés financiers" Université Mouloud Mammeri de TIZI-Ouzou.

Thierry Deheuvels (2006). ISR : un concept en devenir. Revue d'économie financière.

Vermeir et Friedrich, (2006). La performance de l'ISR. Revue d'économie financière.

Zakri Y. Bello (2005). SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING AND PORTFOLIO DIVERSIFICATION. Journal of Financial Research.